

# Kapitalverkehrskontrollen

*Kavaljit Singh, Madhyam (Neu-Delhi)  
Mai 2019*

## Was sind Kapitalverkehrskontrollen?

Da viele der jüngsten Finanzkrisen durch große Umkehrungen internationaler Kapitalströme ausgelöst wurden, stellt die Stabilität des Finanzsystems eine große politische Herausforderung unserer Zeit dar. Kapitalverkehrskontrollen können nützliche politische Instrumente zur Vermeidung oder Abmilderung von Finanzkrisen verschiedener Art sein, da sie auf bestimmte Kapitalströme abzielen, die systemische Risiken verschärfen.

Kapitalverkehrskontrollen sind Vorschriften, die den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr einschränken oder verbieten. Sie betreffen daher die Kapitalbilanz eines Landes und regulieren den Kapitalverkehr in ein oder aus einem Land. Die Kapitalbilanz ist Teil der Zahlungsbilanz und umfasst eine statistische Aufstellung der Kapitalbewegungen eines Landes (siehe Infokasten).

Kapitalverkehrskontrollen können eine Vielzahl von grenzüberschreitenden Transaktionen regeln, die von Gebietsfremden und Gebietsansässigen in einem Land durchgeführt werden. Diese Transaktionen können Geldtransfers, Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen, Bankkredite und andere finanzielle Vermögenswerte umfassen.

Eine Art der Kapitalverkehrskontrolle ist beispielsweise eine Steuer auf inländische Anleihen oder Aktien, die nur für Personen anfällt, die im Ausland wohnen. Ebenso werden Obergrenzen für ausländische Kapitalanlagen in bestimmten Sektoren (wie z.B. Banken und Verteidigung) oder Beschränkungen für Auslandsinvestitionen von Gebietsansässigen als Kapitalverkehrskontrollen eingestuft, da diese Maßnahmen den Zu- und Abfluss von Kapital in einem Land regeln.

## Formen der Kapitalverkehrskontrolle

Kapitalverkehrskontrollen bestehen aus unterschiedlichen Kombinationen von offiziellen, gesetzlichen und gesetzesähnlichen Instrumenten. Dazu gehören beispielsweise Steuern auf grenzüberschreitende Finanzströme, unverzinsten Mindestreserveanforderungen, Anlagegrenzen, Mindestlauf-

zeiten, multiple Wechselkurse, Kreditvorschriften und ein völliges Verbot bestimmter Arten von Kapitalbewegungen.

Kapitalverkehrskontrollen gibt es in verschiedenen Varianten. Einige Kapitalverkehrskontrollen sind branchenspezifisch, während andere für die gesamte Wirtschaft gelten; einige zielen speziell auf die Eindämmung kurzfristiger Kapitalflüsse ab, während andere mittel- oder langfristige Kapitalflüsse regulieren sollen; einige sind marktfreundlich, andere nicht. Kapitalverkehrskontrollen lassen sich grundsätzlich in drei Kategorien einteilen: mengenbasiert, preisbasiert und regulatorisch.

*Mengenbasierte Kontrollen* beinhalten explizite Grenzen oder Verbote für Kapitalverkehr. In Bezug

### Infokasten: Zahlungsbilanz

Die Zahlungsbilanz ist eine statistische Aufstellung, die aus der Leistungsbilanz, der Bilanz der Vermögensübertragungen und der Kapitalbilanz besteht.

#### Leistungsbilanz:

Die Leistungsbilanz umfasst die Zahlungen und Einnahmen für unmittelbare Transaktionen, wie z.B. den Verkauf von Waren und die Erbringung von Dienstleistungen. Sie wird weiter unterteilt in den Warenverkehr (Handelsbilanz), Dienstleistungen (Dienstleistungsbilanz), Arbeits- und Kapitaleinkommen (Erwerbs- und Vermögensbilanz) und die Bilanz der laufenden Übertragungen (wie z. B. Zuschüsse).

#### Bilanz der Vermögensübertragungen:

Die Bilanz der Vermögensübertragungen umfasst einmalige Transaktionen, denen keine Leistungen gegenüberstehen (z. B. Schenkungen und Erbschaften).

#### Kapitalbilanz:

Die Kapitalbilanz enthält Kredite, Investitionen und sonstige Transfers finanzieller Vermögenswerte (z.B. Finanzderivate). Im Gegensatz zur Leistungsbilanz zeigen die Buchungen in der Kapitalbilanz Veränderungen der Forderungen und Verbindlichkeiten an. Die Kapitalbilanz ist untergliedert in lang- und kurzfristiges Kapital, wobei langfristiges Kapital für Investitionszwecke und kurzfristiges Kapital für Bankkredite, Handelskredite usw. eingesetzt wird. Das langfristige Kapital wird wiederum in Direkt- und Portfolioinvestitionen unterteilt.

auf die Kapitalzuflüsse können diese ein Verbot von Investitionen in Geldmarktinstrumente, Begrenzungen der kurzfristigen Kreditaufnahme und Beschränkungen des Eigentums an bestimmten Arten von Wertpapieren beinhalten. In Indien gibt es beispielsweise eine Obergrenze, wie viel der in Rupien ausstehenden Staatsschuld von im Ausland Ansässigen gehalten werden darf.

Die mengenmäßige Steuerung der Zuflüsse wird häufig eingesetzt, um das ausländische Eigentum an inländischem Finanzvermögen zu begrenzen und den Inlandsmarkt gegen internationale Entwicklungen abzusichern. In Bezug auf Kapitalabflüsse können mengenmäßige Kontrollen in Form eines expliziten Moratoriums erfolgen. Im September 1998 führte Malaysia beispielsweise mengenmäßige Kontrollen der Abflüsse durch, um den Ringgit-Handel im Ausland zu eliminieren.

*Preisbasierte Kontrollen* zielen darauf ab, das Volumen von Kapitaltransaktionen durch die Veränderung der Transaktionskosten zu beeinflussen. Ziel ist es, eine bestimmte Klasse von Strömen zu hemmen und eine andere zu fördern. Preisbasierte Kontrollen von Zuflüssen können in Form einer Steuer auf Börsenkäufe und bestimmte Devisengeschäfte oder die Auferlegung von unverzinsten Mindestreserveanforderungen für bestimmte Arten von Kapitalzuflüssen erfolgen. Die unverzinsten Mindestreservepflicht für ausländische Kredite, die in den 90er Jahren in Chile eingeführt wurde, ist ein bekanntes Beispiel für preisbasierte Kapitalverkehrskontrollen von Kapitalzuflüssen.

Die Erhebung einer Steuer von zwei Prozent auf ausländische Portfolioinvestitionen in Brasilien im Jahr 2009 ist ein weiteres Beispiel für preisbasierte Kontrollen, da eine Steuer die Kosten der Transaktion erhöht. Preisbasierte Kontrollen von Abflüssen können in der Regel in Form einer sogenannten Wegzugsteuer erfolgen.

Die *regulatorischen Kontrollen* können sowohl preis- als auch mengenbasiert sein. Ein solches Maßnahmenpaket bevorzugt in der Regel Transaktionen mit Inländer\*innen gegenüber Transaktionen mit Ausländer\*innen und beeinflusst direkt das Volumen der Finanztransaktionen.

Eng mit Kapitalverkehrskontrollen verbunden sind makroökonomische Regulierungsmaßnahmen, wie z.B. Begrenzungen des Beleihungsauslaufs (Verhältnis von Darlehensbetrag und Beleihungswert einer Kreditsicherheit) oder Eigenkapitalpuffer (Pflichtkapital, das Banken zusätzlich zu anderen Mindestkapitalanforderungen halten müssen). Diese beziehen sich nicht auf den Wohnsitz der an einem Finanzgeschäft beteiligten Parteien, sondern können die Zuflüsse indirekt durch Beschränkungen für inländische Finanzinstitute beeinflussen. Viele

Schwellenländer wenden oft sowohl Kapitalverkehrskontrollen als auch makroökonomische Regulierungsmaßnahmen an, um die Finanzstabilität zu wahren.

**Tabelle 1: Beispiele für Kapitalverkehrskontrollen**

| <b>Kapitalverkehrskontrollen</b>   | <b>Historische Anwendung</b>   |
|--|--|
| Direkte Steuer auf ausländische Investitionen oder kurzfristige externe Kreditaufnahme | Südkorea 2011; Thailand 2010; Brasilien 2009; Argentinien 2001; Brasilien 1994                           |
| Unverzinsten Mindestreserveanforderung   | Peru 2010; Indonesien 2010; Thailand 2006; Argentinien 2001; Malaysia 1994; Kolumbien 1993; Chile 1991   |
| Mindestdauer von Investitionen oder Verlängerung der Laufzeit von Anleihen             | Indien 2014; Kolumbien 2007; Thailand 2006; Argentinien 2001; Malaysia 1998; Brasilien 1994; Chile 1991  |
| Mengenbegrenzung für Investitionen   | Indien 2014; Indonesien 2010; Kolumbien 2007; Thailand 2006; Argentinien 2001; Malaysia 1994; Chile 1994 |
| Devisenbeschränkung  | China 2016; Indien 2013; Island 2008; Argentinien 2001; Malaysia 1998; Thailand 1997                     |

## Warum sind Kapitalverkehrskontrollen wichtig?

Der massive Anstieg der Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer nach der globalen Finanzkrise 2008 hat die Debatte über die Vor- und Nachteile der internationalen Kapitalmobilität neu entfacht. Freier grenzüberschreitender Kapitalverkehr kann zwar Kapitalkosten senken, Investitionen fördern und Investoren eine Diversifizierung ihres Portfolios ermöglichen. Gleichzeitig birgt er jedoch auch erhebliche systemische Risiken für das Empfängerland, die mit negativen Folgen für Wachstum und Entwicklung einhergehen können. Große Kapitalzuflüsse, die die inländische Aufnahmefähigkeit übersteigen, können zu einer raschen Wechselkurserhöhung führen, wodurch Exporte teurer und Importe billiger werden. Dies würde das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigungsaussichten des Landes schwächen. Neben der Verkomplizierung der Geldpolitik können große Kapitalzuflüsse auch einen Boom der Konsumausgaben sowie Vermögenspreisblasen an Immobilien- und Aktienmärkten auslösen.

Nach einem Anstieg der Zuflüsse in ein Land besteht die Gefahr, dass sich Kapitalströme weitgehend umkehren („plötzliche Stopps“). Wenn ausländische Investoren die Kreditvergabe an inländische Unternehmen abrupt einstellen oder die Rückzah-

lung der bestehenden Schulden verlangen, kann dies dazu führen, dass die Binnenwirtschaft von den internationalen Kapitalmärkten abgeschnitten wird.

Die plötzlichen Stopp-Ereignisse können durch inländische Faktoren (z.B. Konjunkturabschwung) oder externe Faktoren (z.B. Erhöhung der US-Zinsen, erhöhte Risikoaversion und Ansteckungseffekte aufgrund von Krisen anderswo) ausgelöst werden. In mehreren Fällen erlebten Schwellenländer trotz fehlender inländischer Schwachstellen plötzliche Stopps der Kapitalströme.

Die plötzlichen Stopps können zu hohen Wechselkursverlusten, Kreditklemmen und einem Ausverkauf von Vermögenswerten führen, was wiederum einen starken Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität zur Folge haben kann. Wenn die Auslandsschulden auf Fremdwährungen lauten, erschwert eine starke Abwertung der Landeswährung die Rückzahlung dieser Schulden und erhöht die Wahrscheinlichkeit einer Währungs- oder Zahlungsbilanzkrise. Seit den 90er Jahren sind die plötzlichen Stopp-Ereignisse häufiger geworden. Eine aktuelle Studie identifizierte 44 plötzliche Stoppereignisse in 34 Schwellenländern zwischen 1991 und 2015.<sup>1</sup>

Im Gegensatz zu ausländischen Direktinvestitionen sind ausländische Portfolioinvestitionen an den Märkten für Fremd- und Eigenkapital in der Regel unbeständig und anfällig für schnelle Rückschläge. Sie stellen daher erhebliche Risiken für die Empfängerländer dar. Kurzfristige Ströme, die stark von Wechselkursenerwartungen und Zinsdifferenzen abhängen, können Marktschwankungen verstärken und zu finanzieller Instabilität führen. Da Größe und Schwankungen der internationalen Kapitalströme seit Anfang der 2000er Jahre zugenommen haben, überprüfen die politischen Entscheidungsträger\*innen erneut die Rolle der Kapitalverkehrskontrollen im Hinblick auf die Minderung systemischer Risiken, die mit makroökonomischen Aufsichtsinstrumenten nicht bewältigt werden können. Nach der Krise rückte die Frage der Kapitalverkehrskontrollen in den Mittelpunkt. Sie werden zunehmend als legitimes Instrument makroökonomischer Politik anerkannt, da mehrere Schwellenländer eine Vielzahl von Kapitalverkehrskontrollen nutzten, um die Kapitalzuflüsse in der Nachkrisenzeit zu dämpfen.

### Gründe für Kapitalverkehrskontrollen

Die Gründe für Kapitalverkehrskontrollen werden im Folgenden zusammengefasst. Erstens können Kapitalverkehrskontrollen die Zusammensetzung der Kapitalströme verändern. In Brasilien, Chile und Kolumbien trugen die Auferlegung von unverzinsten

Mindestreserveanforderungen und ähnliche Maßnahmen beispielsweise dazu bei, die Zusammensetzung der Zuflüsse im Hinblick auf die Dauer der Investitionen zu verändern (d.h. den Anteil der kurzfristigen Ströme zu verringern und gleichzeitig den Anteil der Direktinvestitionen zu erhöhen).

Zweitens ist die geldpolitische Autonomie ein wichtiger Faktor für die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen. Ohne Kapitalverkehrskontrollen können die Zentralbanken keine unabhängige Geldpolitik betreiben. Zur Veranschaulichung sei auf den Fall der Zinssätze verwiesen: Jeder Versuch, die Zinssätze zu ändern, führt zu unerwünschten Kapitalbewegungen. Wenn die Zinssätze gesenkt werden, um die Inlandsinvestitionen anzukurbeln, wird sich das Kapital in andere Länder mit höheren Zinssätzen verlagern. Wenn die Zinsen hoch bleiben, sinken die inländischen Investitionen und es findet ein Ressourcentransfer in den Rest der Welt statt. Mithilfe von Kapitalverkehrskontrollen können die Länder hingegen die unterschiedlichen Zinssätze beibehalten und eine relativ unabhängige Geldpolitik verfolgen, ohne Kapitalflucht zu riskieren. So konnten die malaysischen Behörden beispielsweise mithilfe der 1998 eingeführten Kapitalverkehrskontrollen die Zinssätze senken, ohne eine Abwertung der Währung oder eine Kapitalflucht zu befürchten.

Drittens können Kapitalverkehrskontrollen den ausländischen Besitz bestimmter inländischer Vermögenswerte (z.B. natürlicher Ressourcen) oder strategischer Sektoren (z.B. Banken oder Telekommunikation) einschränken.

Viertens ermöglichen Kapitalverkehrskontrollen, das inländische Kapital innerhalb der nationalen Grenzen zu halten, indem der Privatsektor davon abgehalten wird, im Ausland zu investieren, um dort höhere Renditen zu erzielen. Dieses Kapital kann für produktive Zwecke im Einklang mit nationalen Entwicklungszielen verwendet werden.

Fünftens tragen Kapitalverkehrskontrollen dazu bei, Staatseinnahmen durch Steuern und Gebühren aus kontrollierten Wechselkursen zu generieren.

Schließlich wird die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen zur Wahrung der Finanzstabilität unerlässlich, da derzeit keine globalen Regeln für internationale Kapitalströme existieren.

### Politische Herausforderungen

Aufgrund der starken Präsenz international tätiger Banken im inländischen Bankensektor von Schwellenländern und dem hohen Grad der globalen finanziellen Vernetzung ergeben sich erhebliche finanzielle Risiken. Um diesen zu begegnen und die Kapitalströme zu bewältigen, sollten Kapitalverkehrskontrollen in diesem Zusammenhang integraler Bestandteil von Regulierungsmaßnahmen sein.

<sup>1</sup> Eichgreen, B. & Poonam, G.: Managing Sudden Stops. Policy Research Working Paper No. 7639. World Bank, April 2016. <http://documents.worldbank.org/curated/en/877591468186563349/pdf/WPS7639.pdf>

Wenn sie effektiv in Verbindung mit anderen makroökonomischen Aufsichtsmaßnahmen (wie Begrenzungen des Beleihungsauslaufs und Eigenkapitalquoten) eingesetzt werden, können Kapitalverkehrskontrollen nützliche Instrumente zur Minderung systemischer Risiken an den Finanzmärkten sein.

Die Durchsetzung der Kapitalverkehrskontrollen erfordert jedoch einen umfangreichen Verwaltungsapparat. Da die Kontrollen den Vollzugsbehörden enorme Befugnisse verleihen, ist es unerlässlich, dass ein System der Kapitalverkehrskontrollen von einem transparenten und berechenbaren System der Durchsetzung begleitet wird. Andernfalls könnten Kapitalverkehrskontrollen zu Umgehung und Korruption führen, da es dafür verschiedene legale und illegale Mittel wie Ausfuhren unter Wert, Einfuhren über Wert und Ausfuhr von Bargeldkoffern gibt.

Die internationale politische Zusammenarbeit ist bei der Bewältigung volatiler Kapitalströme von entscheidender Bedeutung, da heutzutage auch einige Industrieländer plötzliche Stopps erleben. Neben der Einführung von Kapitalverkehrskontrollen innerhalb der Empfängerländer ist es daher naheliegend, Kapitalverkehrsbeschränkungen auch in den Herkunftsländern einzuführen, um destabilisierende Kapitalflüsse an beiden Enden steuern zu können. Auch wenn die Aussichten für einen solchen kooperativen multilateralen Ansatz im derzeitigen politischen Umfeld vorerst düster bleiben, sind seine potenziellen Vorteile für die globale Finanzstabilität enorm.

## Das Politikpendel schwingt weiter

Entgegen der öffentlichen Wahrnehmung haben sowohl die Industrie- als auch die Entwicklungsländer eine Vielzahl von Kapitalverkehrskontrollen eingesetzt, um den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr einzuschränken und zu regulieren. Obwohl die Art der Kapitalverkehrskontrollen und deren Umsetzung von Land zu Land variieren, ist es schwierig, ein Land der Welt zu finden, das diese nie eingesetzt hat.

Moderne Kapitalverkehrskontrollen in Form von Steuern auf den Erwerb ausländischer Vermögenswerte entstanden im Ersten Weltkrieg, als die Regierungen Sonderabgaben zur Deckung der finanziellen Kosten des Krieges einführten. Nach dem Krieg verschwanden die Kapitalverkehrskontrollen fast, wurden aber in den 1920er und 1930er Jahren wieder eingesetzt, um das globale Finanzchaos zu beseitigen. Kapitalverkehrskontrollen waren in den Zwischenkriegsjahren und unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg weit verbreitet. Während der

Nachkriegszeit favorisierte sogar der Mainstream die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen.

## Das Bretton-Woods-System

1944 wurde das Bretton-Woods-System geschaffen, damit die Wirtschaftsziele eines Landes sich nicht dem globalen Druck der Finanzmärkte unterordnen mussten. Mit dem Bretton-Woods-System mussten alle Länder den Wechselkurs nach dem US-Dollar richten, welcher im Verhältnis zu Gold auf 35 US-Dollar pro Unze festgelegt wurde. Dieses System verpflichtete die Länder dazu, die Beschränkungen für die Leistungsbilanz aufzuheben und gab ihnen gleichzeitig die Möglichkeit, Kapitalbilanztransaktionen zu kontrollieren, um destabilisierende Kapitalströme zu bewältigen. Im Zeitraum von 1945-60 blieben die Kapitalverkehrskontrollen weltweit weitgehend unangefochten, da sie wesentlich zur Erreichung zweier Hauptziele beitrugen – einer unabhängigen Geldpolitik und der Eindämmung destabilisierender Kapitalströme. Die stabilen Wechselkurse bei gleichzeitig niedrigen und stabilen Zinssätzen schufen positive finanzielle Bedingungen für langfristige Investitionen und ein schnelles Wirtschaftswachstum, wie es in vielen Teilen der Welt zu beobachten war.

Obwohl die Liberalisierung der Kapitalbilanz mit der Gründung der OECD im Jahr 1961 Teil der internationalen Politik wurde, wurden die Kapitalverkehrskontrollen in den Industrieländern in den sechziger Jahren nur langsam abgeschafft. In den späten 1960er und frühen 1970er Jahren kontrollierten viele Industrieländer die grenzüberschreitenden Finanzströme. Die USA haben beispielsweise 1963 eine Zinsausgleichsteuer (Interest Equalization Tax) eingeführt, um Amerikaner\*innen von ausländischen Finanzinvestitionen abzuhalten. Die Ausgleichsteuer wurde 1974 zurückgezogen. 1972 legte Westdeutschland eine Barreservepflicht (Bardepot) auf, um spekulative Kapitalzuflüsse zu verhindern, die zu einem Zahlungsbilanzüberschuss und Inflationsdruck führten. Diese Maßnahme wurde 1974 aufgehoben.

Der Mangel an IWF-Mitteln in Verbindung mit der Internationalisierung des Bankensektors und dem Wachstum des Euromarktes (auch bekannt als Eurodollarmarkt) waren wichtige Faktoren, die in den späten 1960er und frühen 1970er Jahren zur Lockerung der Kapitalverkehrskontrollen führten. Angesichts des wiederholten Ansturms auf den Dollar durch Spekulanten, die glaubten, dass die Währung überbewertet sei, erklärten die USA einseitig, dass sie ihrer Verpflichtung, Dollar gegen Gold zu einem Preis von 35 US-Dollar pro Unze zu tauschen, nicht mehr nachkommen würden. 1973 ließen andere Länder ihre Währungen frei schwanken und setzten dem Bretton-Woods-System damit ein Ende.

Nachdem mehrere Industrieländer Anfang der 1970er Jahre die festen Wechselkurse aufgegeben hatten, wurde die Rolle der Kapitalverkehrskontrollen in den Jahren 1974-79 erneut hinterfragt. Nach Kanada, Deutschland und der Schweiz hoben auch die Vereinigten Staaten am 1. Januar 1974 alle Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs auf. Viele andere Länder haben die Wechselkurse entweder frei schwanken lassen oder an einen Währungskorb gebunden. So wurde die frühere Strategie, das Ziel einer unabhängigen Geldpolitik mithilfe von Kapitalverkehrskontrollen zu erreichen, von diesen Ländern aufgegeben.

### **Liberalisierung der Kapitalbilanz in den 1980er Jahren**

Kapitalverkehrskontrollen nahmen deutlich ab, als der Deregulierungs- und Liberalisierungstrend Anfang der 80er Jahre in den Industrieländern an Dynamik gewann. Der Abbau von Kontrollen und Vorschriften wurde als notwendige Voraussetzung für eine neue Ära des marktorientierten Wachstums angesehen. Finanzielle Deregulierung und Globalisierung waren die wesentlichen Ziele dieser Strategie.

In diesem Zusammenhang übernahm Großbritannien, in dem seit der Nachkriegszeit umfassende Kapitalverkehrskontrollen durchgeführt wurden, 1979 eine führende Rolle. So beschloss die Thatcher-Regierung, alle Arten von Kontrollen und Vorschriften, einschließlich Kapitalverkehrskontrollen, abzuschaffen. Ein Jahr später schaffte auch Japan die Devisenkontrollen ab und es folgten viele andere entwickelte Länder. Australien entfernte die meisten Kontrollmechanismen 1983. Die Niederlande hatten bis 1986 die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs beschlossen. Während Dänemark und Frankreich bis Ende der 80er Jahre ihren Kapitalverkehr liberalisierten, entfernten Schweden und Norwegen ihre Kapitalverkehrskontrollen 1989 bzw. 1990. Ende der 80er Jahre nahmen sowohl die Anzahl als auch die Diversität der Formen der Kontrollen in den Industrieländern deutlich ab. Südkorea, das bis Mitte der 90er Jahre weiterhin strenge Kapitalverkehrskontrollen durchgeführt hatte, entfernte diese 1995 als Voraussetzung für die Aufnahme in die OECD. In Europa gewann der Trend zum Abbau der Kapitalverkehrskontrollen mit der Verabschiedung der zweiten Richtlinie der Europäischen Union über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs im Jahr 1988 weiter an Dynamik. Trotz der vorherrschenden negativen Haltung gegenüber der Verwendung von Kapitalverkehrskontrollen und dem Druck der OECD und der EU haben einige europäische Länder (z.B. Spanien, Portugal und Irland) im September 1992 für einen kurzen Zeitraum Kapitalverkehrskontrollen wieder eingeführt, um den ex-

tem gestörten Bedingungen im europäischen Währungssystem zu begegnen.

Entwicklungsländer hingegen scheinen trotz Liberalisierung und Deregulierung ihrer Volkswirtschaften seit den 1980er und 1990er Jahren in Bezug auf die Verwendung von Kapitalverkehrskontrollen konsequenter gewesen zu sein. Obwohl der IWF kein ausdrückliches Mandat zur Förderung der Liberalisierung der Kapitalbilanzen hat, ermutigte er die Länder insbesondere vor der Asienkrise 1997, in diese Richtung voranzuschreiten.

Die meisten Schwellenländer haben die Beschränkungen für Kapitalverkehr in den frühen 90er Jahren gelockert oder aufgehoben. Einige asiatische Schwellenländer haben nach 1997 jedoch Kontrollen eingeführt oder verschärft, vor allem als Reaktion auf die Asienkrise. Die Asienkrise stellte in vielerlei Hinsicht die Vorteile einer offenen Kapitalbilanz in Frage und drängte viele Regierungen, die Rolle der Kapitalverkehrskontrollen zur Bewältigung der systemischen Risiken, die mit Boom-Bust-Zyklen von Kapitalbewegungen verbunden sind, neu zu bewerten.

### **Das Pendel schwingt wieder**

Nach der globalen Finanzkrise 2008 wurden die Kapitalverkehrskontrollen in mehreren Schwellenländern wieder Teil des politischen Instrumentariums, da diese nach der Krise einen außerordentlichen Anstieg der Kapitalzuflüsse erlebten. Darüber hinaus haben einige Industrieländer wie Island, Griechenland und Zypern erfolgreich strenge Kapitalverkehrskontrollen sowohl bei Zu- als auch Abflüssen eingeführt, um die globale Finanzkrise zu bewältigen.

Seit der Krise setzen China und Indien ihre bisherige Politik der Kapitalverkehrskontrollen mit stärkeren Lockerungen der Intensität der Kontrollen weitgehend fort. Andere Schwellenländer setzen neben anderen politischen Maßnahmen, wie der Anhäufung von Devisenreserven und aufsichtsrechtlichen Vorschriften, selektiv Kapitalverkehrskontrollen ein, um schwankende Kapitalströme zu bewältigen und Finanzkrisen zu verhindern.

Kapitalverkehrskontrollen sind wieder in Mode. Die Argumente dafür gewinnen sowohl in akademischen als auch politischen Kreisen an Bedeutung. Im Jahr 2011 gaben die G20 einen neuen politischen Rahmen vor, in dem es hieß: „Unter Bedingungen mit hohen und schwankenden Kapitalflüssen können Maßnahmen zur Steuerung des Kapitalverkehrs die angemessene Verwaltung der Währungsreserven sowie die Geld-, Wechselkurs- und Aufsichtspolitik ergänzen und parallel genutzt werden, statt diese zu ersetzen“. Im Jahr 2012 bewertete der IWF seine Position zu Kapitalverkehrskontrollen neu und legte eine neue institutionelle Sicht-

weise vor, die den Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen anerkannte, wenn auch als vorübergehendes, zweitbestes Instrument.

Nach den Finanzkrisen der letzten zwei Jahrzehnte ist das politische Pendel in Richtung der Kapitalverkehrskontrollen ausgeschlagen. Da die obige Diskussion zeigt, dass das Politikpendel im vergangenen Jahrhundert mehrfach geschwungen ist, bleibt abzuwarten, wann das Pendel wieder in Richtung Kapitalverkehrsliberalisierung zurückschlagen wird.

## Jüngste Erfahrungen mit Kapitalverkehrskontrollen

Es ist schwierig, die Erfahrungen einzelner Länder zu verallgemeinern, da länderübergreifend signifikante Unterschiede in Bezug auf Art, Ausgestaltung, Abläufe und Intensität der Kapitalverkehrskontrollen existieren. Dennoch sind einige bemerkenswerte Trends erkennbar. So hat sich beispielsweise in den letzten drei Jahrzehnten die Präferenz der Art der Kontrollen von quantitativen hin zu preisbasierten verschoben. Die wachsende Präferenz für preisbasierte Mechanismen steht weitgehend im Einklang mit einem marktbasierter Ansatz der Finanzmarktregulierung. Darüber hinaus steht eine beträchtliche Anzahl von Kapitalverkehrskontrollen im Zusammenhang mit dem Bankensektor, was an der Dominanz der Banken im Finanzsektor der meisten Länder liegen kann. Die relativ geringe Anzahl von Bankinstituten und ihre regulatorischen Vorgaben erleichtern die Umsetzung von Kontrollen im Bankensektor. Viele Schwellenländer sprechen sich zunehmend für den Einsatz von Kontrollen der Kapitalzuflüsse, nicht aber der Abflüsse aus. Diese Präferenz ist möglicherweise auf die wachsende Erkenntnis zurückzuführen, dass die Politik durch die Kontrolle der Zuflüsse den Risikoaufbau im Finanzsystem begrenzen und das Auftreten von Problemen im Zusammenhang mit destabilisierenden Kapitalzuflüssen verhindern kann. Die Kontrolle der Abflüsse wird hingegen in der Regel als Reaktion auf eine plötzliche Umkehrung der Kapitalflüsse eingeführt.

Im Folgenden werden Erfahrungen einzelner Länder mit Kapitalverkehrskontrollen vorgestellt.

### Chile (1991)

Chile wird oft als erfolgreiches Beispiel für die Verwendung von preisbasierten Kontrollen zur Begrenzung kurzfristiger Kapitalzuflüsse herangezogen, da diese eine wichtige Rolle bei der massiven Aufwertung des realen Wechselkurses spielten. Um die kurzfristige Kreditaufnahme zu verhindern, ohne langfristige ausländische Direktinvestitionen zu beeinträchtigen, hat die chilenische Zentralbank 1991 eine einjährige unverzinsten Mindestreserve (encaje)

von 20 Prozent für ausländische Kredite und festverzinsliche Wertpapiere eingeführt. Dies bedeutete, dass 20 Prozent jedes im Ausland aufgenommenen Darlehens als Einlage bei der chilenischen Zentralbank für ein Jahr unverzinst hinterlegt werden mussten. Nach einem Jahr gab die Zentralbank die Mittel zurück. Den ausländischen Gläubiger\*innen wurde auch die Möglichkeit eingeräumt, eine Vorauszahlung zu leisten, die leicht über den Zinskosten der Mindestreserve lag.

Die Mindestreserve, die im Wesentlichen eine preisbasierte Kontrolle ist, fungierte als implizite Steuer auf Kapitalzuflüsse und trug zur Änderung der Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse zugunsten langfristiger Zuflüsse bei. In den Folgejahren wurde der Mindestreservesatz erhöht und seine Deckung auf die meisten Formen der Auslandsfinanzierung mit Ausnahme von Direktinvestitionen ausgedehnt. Die chilenischen Behörden verfolgten einen flexiblen Ansatz bei der Auferlegung der Mindestreservepflicht und passten diese seit ihrer Einführung mehrfach an. Da der Privatsektor Wege fand, die Mindestreserve zu umgehen, haben die chilenischen Behörden die Abdeckung außerdem auf Sekundärmarkt-Geschäfte mit US-amerikanischen Ersatzaktien („American Depository Receipts“) und andere spekulative Portfoliobewegungen ausgeweitet.

Als die Kapitalzuflüsse im Zuge der Asienkrise zurückgingen, wurde die Mindestreserve im September 1998 schließlich auf null herabgesetzt. In Anlehnung an Chile führte auch Kolumbien 1993 eine einjährige Mindestreserve von 47 Prozent auf alle Auslandskredite mit einer Laufzeit von weniger als 18 Monaten ein.

### Malaysia (1998)

Nachdem Malaysia 1997 stark von der Asienkrise betroffen war, schlug das Land seinen eigenen Kurs ein, um die Krise zu bewältigen, anstatt dem eher konventionellen Weg des IWF zu folgen. Am 1. September 1998 kündigte die malaysische Regierung ein umfangreiches Paket von Kapitalverkehrskontrollen zur Beseitigung des spekulativen Drucks auf den Ringgit und zur Eindämmung kurzfristiger Kapitalflüsse an, während langfristige Finanztransaktionen uneingeschränkt blieben. Zu den Einschränkungen gehörten die Rückführung von Ringgit, die im Ausland gehalten wurden, und ein Verbot des Auslandshandels mit dem Ringgit, das Verbot des Leerverkaufs börsennotierter Aktien, eine Mindestdauer von 12 Monaten bei Portfolioinvestitionen mit Strafen bei vorzeitigem Rückzug, die Bindung des Ringgits an den US-Dollar im Verhältnis 3,8:1 und administrative Beschränkungen des Kapitaltransfers durch im Ausland Ansässige. Durch die Abschirmung der Binnenwirtschaft gegen externe Schocks gaben die Kapitalverkehrskontrollen den

malaysischen Behörden Raum, die notwendigen politischen Reformen im Finanzsektor durchzuführen und gleichzeitig die geldpolitische Autonomie wiederherzustellen.

Nach der Krise sank der Realzins und die Kontrollen hielten die weitere Abwertung der Währung auf. Es ist weitgehend anerkannt, dass die solide makroökonomische Politik in Malaysia nach der Krise eine schnellere und weniger schmerzhaft Erholung im Vergleich zu anderen von der Krise betroffenen asiatischen Ländern wie Thailand und Südkorea ermöglichte. Einige der Befürchtungen, dass Kapitalverkehrskontrollen zu einer Flucht von ausländischen Direktinvestitionen, zur Verbreitung illegaler Devisenmärkte und zu Korruption führen könnten, haben sich als unbegründet erwiesen. Nachdem die Wirtschaft sich wieder erholt hatte, wurden die Kapitalverkehrskontrollen schrittweise gelockert und schließlich aufgehoben.

### Island (2008)

Im November 2008 führte Island Kapitalverkehrskontrollen ein, um seine Währung (Króna) zu stabilisieren und eine massive Kapitalflucht zu verhindern, nachdem eine schwere Bankenkrise das Land getroffen hatte. Die drei großen isländischen Banken (Kaupthing, Glitnir und Landsbanki) brachen im Oktober 2008 zusammen. Sie hatten Vermögenswerte zusammengeführt, die fast zehnmal so groß waren wie das Bruttoinlandsprodukt Islands und wurden zu frühen Opfern der globalen Kreditkrise. Die Banken lockten Sparer aus den Niederlanden und Großbritannien, indem sie höhere Zinssätze als in deren Heimatmärkten anboten. Dieses Geld gaben die Banken für den Kauf ausländischer Vermögenswerte von fragwürdiger Qualität aus.

Nach dem Zusammenbruch des Bankensektors verlor die Króna im Zuge des Ausstiegs der Investoren noch vor der Krise die Hälfte ihres Wertes. Aufgrund der verbreiteten Verwendung von Fremdwährungen im inländischen Kreditgeschäft entstand das Risiko massiver Kapitalabflüsse, weshalb die Regierung strenge Beschränkungen für Devisentransaktionen und den grenzüberschreitenden Verkehr von Inlands- und Fremdwährungen einführt. Das Devisengesetz wurde geändert, um nur noch Leistungsbilanzgeschäfte zu erlauben. Die Kapitalverkehrskontrollen wurden im Rahmen einer Bereitschaftskreditvereinbarung (Stand-By-Agreement) mit dem IWF durchgeführt. Als Teil des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) ist Island an den Grundsatz des freien Kapitalverkehrs in Artikel 40 des EWR-Abkommens gebunden. Die isländische Regierung hat sich in diesem Zusammenhang auf Artikel 43 berufen, der unter bestimmten Bedingungen Ausnahmen vorsieht: "Haben Kapitalbewegungen Störungen im Funktionieren des Kapitalmarkts eines EG-Mitgliedstaats oder eines EFTA-Staates

zur Folge, so kann die betreffende Vertragspartei Schutzmaßnahmen auf dem Gebiet des Kapitalverkehrs treffen." (Artikel 43, Abs. 2). Die isländischen Kapitalverkehrskontrollen trugen dazu bei, den Devisenmarkt zu stabilisieren und destabilisierende Kapitalabflüsse zu verhindern. Die Maßnahmen sollten im Rahmen des IWF-Programms zwei Jahre dauern, hielten jedoch deutlich länger an. Bis 2017 hob Island alle Kapitalverkehrskontrollen auf, nachdem seine Wirtschaft wieder gewachsen war und die zu Beginn des Konjunkturprogramms festgelegten Ziele erreicht wurden.

### Brasilien (2009)

Im Oktober 2009 führte Brasilien eine Steuer (Imposto Sobre Operações Financeiras) von zwei Prozent auf ausländische Investitionen in festverzinsliche Anlagen, Portfolio- und Aktienanlagen ein, da die entwickelten Finanzmärkte des Landes nach der Krise von 2008 hohe Kapitalzuflüsse verzeichneten. In der Folge wurde die Steuer auf Anleihekäufe im Oktober 2010 weiter auf sechs Prozent angehoben und mehrere zusätzliche Beschränkungen der Kapitalzuflüsse eingeführt. Im Juli 2011 wurde zudem eine Steuer auf die Nominalwerte von Währungsderivaten eingeführt. Alle diese Maßnahmen wurden marktbasierend und transparent umgesetzt. Doch wie effektiv waren sie? Während mehrere Studien auf den begrenzten Erfolg der Kapitalverkehrskontrollen im Hinblick auf die Eindämmung der Wechselkursaufwertung hinweisen, haben einige Studien festgestellt, dass insbesondere die Steuer auf Währungsderivate, die Mitte 2011 eingeführt wurde, wirksam war.<sup>2</sup>

### China (2016)

China behält ein strenges Maß an Kontrolle sowohl bei den Zuflüssen als auch bei den Abflüssen bei und verfolgt gleichzeitig seit den 2000er Jahren im Zuge der Internationalisierung des Renminbi die Liberalisierung der Kapitalbilanz. Getrieben von den Markterwartungen hinsichtlich der Abwertung des Renminbi und der Sorge um die Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft erfolgten seit 2014 große Kapitalabflüsse, die 2015 auf schätzungsweise eine Billion US-Dollar anstiegen.

Die chinesischen Entscheidungsträger\*innen waren besorgt über die Auswirkungen der Kapitalabflüsse auf die Gesamtwirtschaft. Sie reagierten mit dem Verkauf von Devisenreserven und neuen Beschränkungen der Abflüsse, um die Währung zu stabilisieren. Von Mitte 2014 bis Anfang 2017 gab China fast eine Billion Dollar an Devisenreserven aus, um den

<sup>2</sup> Chamon, M. & Garcia, M.: Capital Controls in Brazil: Effective?. 15<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference, IMF, Washington DC, 13/14.11.2014.  
[https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-events/external/np/res/seminars/2014/arc/pdf/\\_chamongarcia.pdf.aspx](https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-events/external/np/res/seminars/2014/arc/pdf/_chamongarcia.pdf.aspx)

**Tabelle 2: Kapitalverkehrskontrollen in Schwellenländern seit 2009**

| Land              | Beschränkungen am Kapitalmarkt                                 |   | Beschränkungen von Banken                              |   |  |
|-------------------|--|---|--|---|--|
|                   | Steuer auf ausländische Investitionen                          | Einschränkung nach Anlagentyp oder Laufzeit | Steuer auf kurzfristige externe Kreditaufnahme         | Quantitative Beschränkung der zukünftigen Zahlungsströme mit Währungsrisiko   | Pflichtrückstellung für Fremdwährungsverbindlichkeiten |
| <b>Brasilien</b>  | Okt./Nov. 2009 (A)<br>Okt./Nov. 2010 (A)<br>Jul./Dez. 2011 (A) |   | Mär./Apr./Jul./<br>Aug. 2011<br>Mär./Jun./Dez.<br>2012 |   | Jan./Jul. 2011<br><br>Dez. 2012                        |
| <b>Indonesien</b> |  | Mär./Jun. 2010<br>Apr. 2011                 |  | Jun./Dez. 2010  | Dez. 2010 (A)  |
| <b>Südkorea</b>   | Nov. 2010 (A)<br>Jan. 2012 (A)                                 | Jul. 2011                                   | Apr. 2011  | Nov. 2009 (W)<br>Jan. 2010<br>Jun. 2010 (W)<br>Jun. 2011 (W)<br>Nov. 2012 (W) |  |
| <b>Taiwan</b>     |  | Nov. 2009<br>Nov. 2010                      |  | Dez. 2010 (W)   | Jan./Dez. 2010 (A)                                     |
| <b>Thailand</b>   | Okt. 2010 (A)  |   |  |   |  |

„A“ bezeichnet Maßnahmen, die sich auf die Ansässigkeit beziehen; „W“ bezeichnet Beschränkungen der Banken in Bezug auf Fremdwährungspositionen

Quelle: Ahmed, S. & Zlate, A.: *Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World. International Finance Discussion Papers, No. 1081. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013.*

Wechselkurs zu stabilisieren. Zu den Maßnahmen zur Begrenzung der Abflüsse gehörten zusätzliche Meldepflichten für Banken, strenge Strafen bei Verletzung der Grenzen für den Kapitalverkehr durch Gebietsansässige sowie eine strengere Kontrolle der Ausfuhr von Kapital für den Kauf von Immobilien, Versicherungen und Anleihen. Es ist noch zu früh, um die Wirksamkeit dieser Maßnahmen isoliert von anderen Entwicklungen zu beurteilen, jedoch scheinen die Kontrollen teilweise wirksam gewesen zu sein, um die Kapitalflucht einzudämmen. Die Devisenreserven Chinas gehen noch immer zurück, allerdings mit einer langsameren Geschwindigkeit.

Im August 2018 hat China beim Handel mit Devisentermingeschäften einen Mindestreservesatz von 20 Prozent wiedereingeführt. Diese Maßnahme wurde ursprünglich 2015 eingeführt, um Leerverkäufe des Yuan zu verteuern, wurde aber im September 2017 wieder abgeschafft. Die chinesischen Behörden bestehen jedoch darauf, dass diese Maßnahme nicht als Kapitalverkehrskontrolle, sondern als makroökonomisches Aufsichtsinstrument verstanden wird.

## Impressum

**Autor:** Kavaljit Singh

**Herausgeber:** Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung – WEED e.V., Eldenaer Str. 60, 10247 Berlin, in Kooperation mit Madhyam, [madhyamoffice@gmail.com](mailto:madhyamoffice@gmail.com)

**Übersetzung (aus dem englischen Original):** Verena Emme mit Unterstützung von DeepL

Dieser Text basiert auf vier Briefing Papers von Madhyam (Neu-Delhi):  
Policy Brief # 1, Policy Brief # 2, Policy Brief # 3, Policy Brief # 4

**Redaktion:** Markus Henn, [markus.henn@weed-online.org](mailto:markus.henn@weed-online.org), Tel. 030-27582249

**Brot  
für die Welt**

**Förderhinweis:** Dieses Papier ist Teil eines durch Brot für die Welt finanzierten Projekts. Die Inhalte liegen in der alleinigen Verantwortung von WEED und können nicht Brot für die Welt zugerechnet werden.

**Mai 2019.** Creative Commons Lizenz 4.0 Namensnennung, nicht-kommerziell, unter gleichen Bedingungen

Für Arbeit von WEED sind **Spenden und Mitgliedsbeiträge** sehr wichtig. Wir danken für jede Unterstützung. [Hier](#) können Sie spenden: Bank für Sozialwirtschaft, IBAN: DE03100205000003220600, BIC: BFSW-DE33BER. [Hier](#) können Sie Mitglied werden (Beitrag 124 EUR/Jahr, ermäßigt 62 EUR/Jahr).

[www.weed-online.org](http://www.weed-online.org) – [www.madhyam.org.in](http://www.madhyam.org.in)